# ANFÖRANDE

DATUM: 2004-06-30

TALARE: förste vice riksbankschef Eva Srejber

PLATS: The Adam Smith Seminars – Thun, Switzerland

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

## Vad spelar tillgångspriser och krediter för roll i penningpolitiken

Jag vill börja med att tacka för att jag för tredje året i rad blivit inbjuden att tala här på Adam Smith Seminars. Jag kommer idag att diskutera tillgångsprisers och krediters roll för den ekonomiska stabiliteten. Nu senast har under flera år priserna på egna hem och hushållens skulder ökat dramatiskt i många länder. I Australien, Spanien och England har småhuspriserna mer än fördubblats sedan 1997. I Sverige har småhuspriserna under samma period stiget mer än 70 procent. Innan millennieskiftet var det främst de kraftigt stigande aktiekurserna och de högt skuldsatta företagen som var i fokus. Vad har drivit utvecklingen, vilken roll har penningpolitiken spelat och vilka kan effekterna för ekonomin framöver bli. Det är frågor jag kommer att diskutera idag.

Stark kreditexpansion och stigande tillgångspriser har föregått nästan alla bankkriser och flertalet djupa recessioner i länder världen över under de senaste hundra åren eller så. I många fall har inflationen samtidigt varit låg och stabil innan krisen. Det är skälet till att den utveckling vi ser idag får så stor uppmärksamhet.

Många av dessa frågor diskuterades innan och efter 1930-talets kris. Då liksom nu betonades vikten av prisstabilitet och penningpolitiken hade därför en framträdande roll i den ekonomiska politiken. Av det skälet kan det vara intressant att blicka tillbaka på vad ekonomer från den tiden hade för syn på penningpolitikens roll.

Den massarbetslöshet som blev följden av depressionen bl.a. i USA i början av 1930-talet bidrog dock till att den teori som Keynes 1936 publicerade i sitt verk "The General Theory of Employment, Interest and Money" kom att dominera ända fram till 1980-talet. Krisen hade föregåtts av kraftigt stigande tillgångspriser och stark kreditexpansion, men utan att inflationen stigit. De ekonomer som förordat en långsiktig inriktning mot prisstabilitet med en tydlig icke-aktivistisk syn

på politikens möjlighet att minska fluktuationerna i ekonomin ansågs av många ha del i skulden för att depressionen i USA blev så djup och långvarig.

Förenklat kan man säga att den förhärskande uppfattningen bland ekonomer i västvärlden i början av 1900-talet var att den ekonomiska politiken helt skulle inriktas på att hålla priserna stabila på lång sikt. Ekonomer från den s.k. österrikiska skolan hävdade att om centralbanken försökte stimulera ekonomin med en ränta som låg under en långsiktig jämviktsnivå så skulle det i sig skapa stora fluktuationer i den reala ekonomin. De hävdade också att perioder med överinvesteringar, stark kreditexpansion och stigande aktiekurser inte kunde undvikas i en värld med stora teknologiska framsteg. Det var snarare en förutsättning för den dynamik som drev tillväxten. Om förväntningarna om framtida vinster i efterhand visade sig ha varit för optimistiska skulle de obalanser i form av hög skuldsättning och olönsamma investeringar snabbt få värka ut utan försök att via ekonomisk politik dämpa den produktionsnedgång som blev följden.

**Diskretionär stabiliseringspolitik misskrediteras**

Efter andra världskriget dominerade i stället uppfattningen att den *ekonomiska politiken* skulle spela en *aktiv roll för att stabilisera ekonomin*. Finanspolitiken fick därför den mest framträdande rollen medan penningpolitiken och den långsiktiga inriktningen mot prisstabilitet fick stå tillbaka. Under de två första decennierna fungerade stabiliseringspolitiken väl i många länder. Arbetslösheten sjönk, tillväxten var stark och inflationen var låg. Den amerikanska valutan som i sin tur var kopplad till guldet fungerade under den perioden som ankare för inflationen och växelkurserna i framförallt Västeuropa där flertalet länder anslutit sig till Bretton-Woodsystemet.

I början av 1970-talet bröt dock växelkurssamarbetet samman p.g.a. de spänningar som byggts upp av hög och varierande inflation i och mellan de länder som deltagit i valutasamarbetet och som till stor del hade sitt ursprung i det växande amerikanska budgetunderskottet. Något nytt trovärdigt ankare för inflationen lyckades man vid den tidpunkten inte etablera. De följande två decennierna kom i stället att präglas av hög inflation och låg tillväxt i många ekonomier.

Från slutet av 1970-talet började *pendeln svänga tillbaka* och alltfler ekonomer lyfte åter fram prisstabilitetens betydelse för ekonomisk stabilitet och för långsiktig tillväxt. Försök att med ekonomisk politik finjustera ekonomin för att stabilisera tillväxten hade lett till växande statsskulder i många länder delvis p.g.a. politikers oförmåga att strama åt tillräckligt i högkonjunkturer. Den ekonomiska debatten i början av 1980-talet kom därför att handla om behov av regelverk och fasta ramar för att undvika detta.

*I Sverige* skulle en sista stor devalvering 1982 först förbättra den konkurrenskraft som till följd av hög inflation eroderats under många år. Tanken var dock att när devalveringen fått den konkurrensutsatta sektorn på fötter så skulle den fasta växelkursen därefter tjäna som ankare för en inflation i linje med omvärlden. De krav detta ställde på finanspolitiken visade sig dock vara politiskt omöjliga att leva

upp till. I början av 1990-talet drabbades därför Sverige i likhet med andra skandinaviska länder av såväl bank- som valutakris. Kriserna hade precis som innan depressionen 1930 föregåtts av kraftigt stigande tillgångspriser och en mycket stark kreditexpansion. En reformering av ett skattesystem som gynnat skuldsättning och som ändrades så att räntekostnaderna efter skatt steg bidrog till att fördjupa krisen. Brist på erfarenheter både hos banker och hos tillsynsmyndigheter att verka i en avreglerad miljö i kombination med en alltför expansiv finanspolitik var andra viktiga orsaker till den negativa utvecklingen.

Men stora finansiella obalanser hann byggas upp innan krisen utlöstes. Det skedde utan att ankaret för inflationen d.v.s. den nominella växelkursen i tid gav tillräckligt utslag. Trots att överhettningen resulterade i en real appreciering av kronans värde gentemot vår omvärld p.g.a. inflationen tycktes förtroendet för fastkursregimen under en lång period vara ganska stabilt. Det ledde till att stora delvis kortsiktiga kapitalinflöden ökade efterfrågan på kronor samtidigt som ett växande bytesbalansunderskott minskade kronefterfrågan. Till en del berodde kronefterfrågan på att svenska företag efterfrågade lån i utländsk valuta. Penningpolitiken som ju var avdelad för växelkursen, var därför inte tillräckligt stram för att förebygga uppbyggnaden av obalanserna.

Historien har visat *att inflationen mätt som konsumentpriser inte alltid signalerat när stora obalanser i ekonomin har byggts upp*. I många av de länder som drabbades av depression och bankkris under 1930-talet hade nedgången föregåtts av kraftigt stigande tillgångspriser och en stark kreditexpansion utan att inflationen hade stigit. I Japan blev som vi vet den recession som följde efter en stark kreditexpansion och stigande tillgångspriserna under andra halvan av 1980-talet mycket djup och utdragen. Inte heller där hade inflationen i tid givit signaler om att stora obalanser var på väg att byggas upp. Även under senare delen av 1990-talet har vi sett exempel på kriser med liknade förlopp i t.ex. Thailand och andra delar av Asien. Bankkriser är inte ett nödvändigt villkor för att länder ska drabbas hårt efter en sådan utveckling. Det visar det som hände i USA och England i början av 1990-talet.

**Inriktning mot prisstabilitet och finansiell stabilitet**

Under 1990-talet tycks förtroendet för en ekonomisk politik inriktad på prisstabilitet på allvar ha befästs i stora delar av världen. Världsinflationen är nu tillbaka till de nivåer som uppnåddes innan 1970-talet och penningpolitiken spelar åter huvudrollen i stabiliseringspolitiken.

Nykeynesiansk forskning[1] från senare tid baserad på teorier om nominella trögheter har visat att inte bara reala chocker utan också monetära tillfälligt kan påverka realekonomin. Enligt dessa teorivärldar finns ett visst utrymme för penningpolitiken att ta konjunkturhänsyn utan att för den skull hota prisstabiliteten på lite längre sikt. En viktig förutsättning för detta är emellertid att centralbanken åtnjuter högt förtroende för en långsiktig inriktning mot prisstabilitet. På lång sikt kan

[1] t.ex Woodford, Claridas

penningpolitiken visserligen inte bestämma realräntan, men på kort sikt kan realräntan påverkas och avvika från sitt långsiktiga jämviktsläge.

Alltfler centralbanker har under 1990-talet fastställt mål för inflationen. Införande av lagstadgade prisstabilitetsmål, självständiga centralbanker, tydlighet och – inte minst – regler som ger långsiktig hållbarhet i de offentliga finanserna har därutöver varit viktiga medel för att öka trovärdigheten för den ekonomiska politikens förmåga att upprätthålla prisstabilitet.

I Sverige fastställde Riksbanken redan 1993 ett mål för inflationen. Målet är att inflationen mätt som förändring i konsumentpriserna ska uppgå till 2 procent per år med ett toleransvintervall på +/- 1 procentenhet. Eftersom penningpolitiken inte får omedelbart genomslag är inflationsprognoser på ett till två år sikt normalt styrande för räntebesluten. För att undvika samhällsekonomiska kostnader av alltför stora variationer i den ekonomiska aktiviteten kan Riksbanken välja att inte beakta priseffekter som bedöms som tillfälliga. Riksbanken kan alltså sägas föra en flexibel inflationsmålspolitik[2]. Därutöver har Riksbanken uppgiften att verka för finansiell stabilitet.

**Låg inflation men stora fluktuationer i tillgångspriser och krediter**

Samtidigt som inflationen i världsekonomin nu stabiliserats på låga nivåer så har fluktuationerna i tillgångspriserna ökat. Även skuldsättningen bland hushåll och företag har fortsatt att uppvisa stora cykliska svängningar. Stigande tillgångspriser och den ökade skuldsättning som ägde rum i många länder i slutet av 1990-talet och som fortsatt när det gäller småhuspriser och hushåll har skapat oro för stabiliteten i ekonomin och inflationen på lite längre sikt i många länder.

Att tillgångspriserna och skuldsättning tycks variera mer än för tio, femton år sedan torde åtminstone delvis hänga samman med de avreglerade och välutvecklade finansiella marknaderna. På de kan krediter och likvida andrahandsmarknader snabbt skapa pengar som kan flyttas runt i världen till placeringar med högst förväntad avkastning. Låginflationsekonomin tycks dock hittills ha minskat konjunktursvängningarna och förändrat cyklernas utseende. Det ser ut som om de varit längre och är flackare än tidigare och framförallt i uppgångsfaserna.

**Kan uppbyggnad av obalanser förhindras med annan penningpolitik?**

Inriktningen mot prisstabilitet och omfattande satsningar på att utveckla normer och regelverk inom tillsynsområdet har säkert minskat risken för att obalanser skall kunna ackumuleras under lång tid. Frågan är emellertid om en penningpolitik som normalt styrs av inflationsprognoser på kort eller medellång sikt kommer att kunna förhindra att obalanser av det slag jag diskuterat byggs upp? Om inte – finns det i så fall något sätt att förbättra operationaliseringen av målet för en penningpolitik inriktad mot prisstabilitet utan att göra avkall på att besluten skall

[2] Heikensten, L. & Vredin, A (2002), "The art of targeting inflation", Sveriges Riksbank, Economic Review

vara regelbaserade och tydliga? I länder med långa perioder med hög och varierande inflation har diskretionär stabiliseringspolitik starkt misskrediterats.

Först måste vi slå fast att även om det i efterhand går att konstatera att aktiekurser, skuldsättning och investeringar byggt på alltför optimistiska förväntningar om framtida tillväxt så kan inte heller centralbanken i förväg ha full kunskap om framtiden. Stigande tillgångspriser och en stark privat kreditexpansion kan ju vara tecken på ett ökat förtroende för den ekonomiska politikens inriktning mot prisstabilitet och minskade risker för framtiden. Minskad offentlig skuldsättning som ju varit en del av denna politik kan i så fall avspeglas i högre privat skuldsättning och i stigande tillgångspriser. Teknologiska framsteg kan också bidra till att öka förväntningarna om framtida vinster och inkomster och avspeglas i stigande tillgångspriser och hög skuldsättning. Om centralbanker via stramare penningpolitik försöker stoppa en sådan fundamentalt motiverad utveckling kan det i stället orsaka samhällsekonomiska kostnader.

**Spelar tillgångspriser och krediter en självständig roll för den reala ekonomin?**

När detta väl är sagt måste vi ställa oss följande frågor:

(1) Finns det anledning att via penningpolitiken minska störningar som kan förväntas ha kraftiga effekter på makroekonomin om detta inte ger utslag i inflationsprognoserna på medellång sikt?

(2) Finns det någon information i tillgångspriser och skuldsättning som systematiskt inte beaktas när inflationsprognoser görs?

Låt mig börja med den *första frågan*. De flesta centralbanker har utöver sin uppgift att upprätthålla prisstabilitet också en roll när det gäller den finansiella stabiliteten. Om systemviktiga banker drabbas av kriser eller av så stora förluster att utbudet av krediter minskar kraftigt och betalningsväsendet störs så leder det till stora makroekonomiska störningar. Om den finansiella stabiliteten är hotad av en kreditexpansion där bankerna inte beaktat en makroekonomisk risk som centralbanken identifierat kan detta därför behöva vägas in när räntebeslut tas. Även andra åtgärder som s.k. moral suasion, där bankerna och den finansiella sektorn görs uppmärksam på problemen kan då komma ifråga.

Det är också rimligt att centralbanker tar ett visst ansvar för den realekonomiska utvecklingen utöver den som bedöms påverka inflationen på medellång sikt även om den finansiella stabiliteten inte är direkt hotad. Som jag nämnt har vi på Riksbanken valt att beakta detta genom att bortse från tillfälliga effekter på inflationen. Vi gör också utblickar bortom den målhorisont som normalt styr penningpolitiken. En framgångsrik flexibel inflationsmålspolitik leder till lägre fluktuationer i produktionen utan att den genomsnittliga inflationen för den skull blir högre. Och det är ju det som prisstabilitetsmålet i grunden syftar till.

Den *andra frågan* är dock betydligt svårare att besvara. Prognoser över resursutnyttjande och inflation kan systematiskt slå fel för att de modeller och bedömningar som görs inte beaktar den självständiga roll tillgångspriser och skuldsätt-

ning kan spela. Strukturella förändringar i ekonomin kan också göra att historiska samband förändrats som t.ex. leder till att centralbanken drar fel slutsatser om produktionsgapet och den potentiella tillväxten. Det skulle t.ex. kunna leda till en penningpolitik som driver upp tillgångspriser och skuldsättning för högt.

De traditionella modellerna, baserade på analys av den reala ekonomin, bygger t.ex. på antaganden om rationellt agerande hushåll och företag, effektiva kapitalmarknader samt linjära samband. Att företag och hushåll är rationella innebär att det inte finns några systematiska fel i deras förväntningar. Om dessa antaganden är en rimlig beskrivning av hur ekonomin fungerar så finns det antagligen mindre anledning för centralbanken att tillmäta skuldsättning och tillgångspriser någon särskild roll för den ekonomiska stabiliteten. Skuldsättning och tillgångspriser avspeglar i så fall samma beteenden som beskrivs i teorier och modeller baserade på den reala ekonomin och innehåller alltså ingen ny information.

Men det finns många studier om och iakttagelser från de finansiella marknaderna som skulle kunna innebära att prognoserna inte fångar de beteenden som kan leda till att obalanser av den typ som jag diskuterat är på väg att byggas upp. Här får jag nöja mig med att peka på några.

Studier har visat att tillgångspriser och kreditexpansion föder varandra och därför spelar en självständig roll för förloppet i cyklerna. Bernanke, Gertler & Gilchrist har t.ex. med sin finansiella acceleratorteori visat att stigande tillgångspriser gör det billigare att låna och samtidigt ökar tillgången på kredit. Lägre finansieringskostnader stimulerar investeringar och aktiekurser som minskar finansieringskostnaden o.s.v. De visar också att den finansiella acceleratorn verkar asymmetriskt och har större betydelse i konjunkturnedgång än i uppgång.

Det påverkar de kreditcykler som brukar beskrivas med ungefär följande förlopp. Under en konjunkturuppgång underlättar stigande tillgångspriser en ökad upplåning genom det ökade värdet på säkerheter i form av finansiella tillgångar, småhus och bostadsrätter. När sedan en vändning kommer, antagligen förknippad med en åtstramning av penningpolitiken, så faller värdet av tillgångarna och hushållens ekonomiska situation blir mindre gynnsam. Om värderingarna dessutom varit överoptimistiska så kan prisfallen bli dramatiska. Bankerna kommer i vilket fall som helst att reagera på försämringen av sina egna och låntagarnas balansräkningar genom att strama åt kreditgivningen. Under den följande konsolideringsperioden kommer inflationen och den ekonomiska aktiviteten att avta. I värsta fall blir kreditförlusterna för bankerna av den digniteten att den finansiella stabiliteten hotas. Bortsett från risken att förväntningarna varit irrationella får dock denna typ av kreditcykler anses tillhöra ett normalt anpassningsförlopp, som bör ingå som en del av prognosmakarnas informella eller formella modeller. Eftersom teorin om "credit cycles" emellertid inte är särskilt väl utvecklad inom de standardmodeller som lärs ut i nationalekonomi, finns det dock skäl att misstänka att sambanden underskattas av prognosmakarna.

Andra ekonomer har pekat på att stigande tillgångspriser som inledningsvis är fundamentalt motiverade också drar till sig kortsiktigt inriktade placerare som bidrar till att driva upp priserna. Ju längre tid prisstegringarna pågår desto större

betydelse får de spekulativt inriktade placerarna för prisutvecklingen eftersom placerare med längre placeringshorsisont inte längre köper tillgången. Till slut är det endast spekulanterna som driver prisuppgången. De vet visserligen att prisökningarna är överdrivna men inte när vändningen kommer. Minsta tecken på att en vändning är förestående leder till stora försäljningar och priserna rasar. På välutvecklade marknader finns visserligen alltid möjlighet att göra vinster på att ta motsatta positioner för de aktörer som bedömer att prisökningarna är överdrivna. Osäkerhet om när en vänding sker i kombination med belöningssystem som gynnar kortsiktiga vinster medför troligen att det inte finns tillräcklig många som tar motsatta positioner. Finansiella acceleratoreffekter leder troligen till att stigande tillgångspriser, oavsett om de drivs av kortsiktigt inriktade placerare, också påverkar den reala ekonomin och alltså kan bidra till överinvesteringar. När det gäller småhuspriser torde risken för rent spekulativt driven uppgång vara mindre. Särskilt gäller det i ekonomier som t.ex. den svenska med regler som gör det mycket svårt att äga och hyra ut småhus och bostadsrätter i rena spekulationssyften.

Empiriska studier tyder också på att riskbenägenheten hos placerare och långivare tycks öka i takt med att konjunkturen stärks, samtidigt som riskbenägenhet minskar påtagligt i konjunkturnedgångar. När konjunkturen förbättrats under lång tid verkar placerare alltså tolka detta som att tillväxten kommer att fortsätta att stiga i samma höga takt utan att beakta risken för konjunkturnedgång. Låga riskpremier, möjligen grundade på ickerationella förväntningar om framtida vinster kan bidra till överinvesteringar.

I en nyligen genomförd studie[3] visar Carsten Detken och Frank Smets att de finansiella cykler som föregått perioder med stora fall i produktionen, till skillnad från övriga finansiella cykler, karaktäriserats av en snabb tillväxt i de reala stockarna av pengar och krediter i ett tidigt skede av cykeln och med en stark uppgång i fastighetspriserna. De finner även att penningpolitiken har varit relativt mer expansiv i ett tidigt skede under uppgångsfasen i sådana "högkostnadscykler" jämfört med i övriga cykler. Det förefaller alltså som om centralbanken i ett tidigt skede av cykeln ibland förleds att föra en alltför expansiv politik och på det viset bidrar till att underbygga en ohållbar prisutveckling på finansiella tillgångar och fastigheter.

*Strukturella förändringar* kan som jag nämnde också leda till att prognoserna över inflationen inte fångar upp att obalanser är på väg att ackumuleras. Prognosmodeller, formella eller informella, bygger på erfarenheter från data från en lång tidsperiod. I allmänhet är detta en fördel men under perioder med stora strukturella förändringar finns risken för att formella modeller leder fel när det gäller att dra ut kortsiktiga tendenser.

Det finns t.ex. många faktorer som kan leda till att den faktiska inflationen inte beter sig som de formella prognosmetoderna förutsätter. Några kan hänföras till övergången till en låginflationsregim. Ökad trovärdighet för ett inflationsmål kan leda till att inflationen inte är lika känslig för svängningar i resursutnyttjandet som

[3] Detken C och F Smets: Asset price booms and monetary policy. Uppsats presenterad vid Workshop on "Asset prices and monetary policy", European Central Bank den 11 december 2003.

tidigare. Låg inflation i sig anses också göra det mindre intressant att höja priserna ofta p.g.a. de kostnader som är förknippade med prishöjningar. Inflationen blir mer persistent, vilket innebär att inflationen inte reagerar lika starkt på svängningar i resursutnyttjandet som när inflationen var högre. En låg faktisk inflation kan t.ex. leda till missbedömningar av produktionsgapet och till en alltför expansiv penningpolitik.

Andra faktorer som kan leda till att inflationen hålls nere hänger mer samman med "bubbelfenomen". Stigande tillgångspriser kan öka företagens vinster och därmed deras möjlighet att reducera sina vinstmarginaler för att möta ökad konkurrens. När tillgångspriserna stiger kan inflationen också tillfälligt dämpas av den appreciering av valutan som kan ske när utländskt kapital placerar sina pengar på landets aktiemarknad i förhoppning om fortsatt uppgång.

**Hur ska penningpolitiken reagera?**

Sammanfattningsvis har jag pekat på studier och empiriska iakttagelser som skulle kunna leda till att centralbanker där penningpolitiken främst styrs av medelfristiga inflationsprognoser inte i tid observerar när tillgångspriser och kreditutvecklingen indikerar att stora makroekonomiska störningar kan utlösas längre fram i tiden.

Men även om vi inte har tillräcklig kunskap för att kunna identifiera en utveckling som kan leda till störningar av makroekonomin framöver så måste vi fatta penningpolitiska beslut. Om vi utan att vara säkra bedömer att den utveckling vi ser kan leda till stora störningar så står valet mellan att i tid försöka undvika att stora obalanser ackumuleras eller att avvakta till dess en vändning kommer.

Många inom centralbanksvärlden anser att räntepolitiken inte bör reagera på tillgångspriser och kreditexpansion utöver deras uppskattade konsekvenser för inflationen och den reala och finansiella stabiliteten[4]. Anledningarna är att det är svårt att göra en korrekt värdering av ett tillgångspris och att det är osäkert vilken räntesättning som skulle krävas i ett visst läge för att korrigera tillgångspriserna. De som förespråkar en mer förebyggande strategi bemöter denna kritik med att det för det första finns modeller för tillgångspriser och att det inte bör vara svårare att använda dessa än att beräkna t.ex. produktionsgap, vilka de flesta centralbanker använder sig av idag. För det andra kan centralbanken genom att gå in med räntehöjningar i ett tidigt skede när tillgångspriserna börjar dra iväg och innan kreditexpansionen blivit för stark visserligen få en något lägre inflation än önskvärt på kort sikt. Men man undviker en senare kollaps i tillgångspriserna som skulle kunna leda till betydligt lägre produktion och inflation på längre sikt. För det tredje så skulle en något stramare penningpolitik än annars kunna motverka en överoptimistisk prissättning av finansiella tillgångar och fastigheter. Det andra argumentet tar alltså fasta på tanken att centralbankernas normala prognoshorisont på två år skulle vara för kort, medan argument tre bygger på antagandet om irrationella förväntningar. Att förlänga prognoshorisonten är i princip förhållandevis

[4] För referenser till litteraturen se Dillén H och P Sellin: Finansiella bubblor och penningpolitik, Penning- och valutapolitik 2003:3.

enkelt, men i praktiken är det förstås svårare. Speciellt om de modeller man arbetar med lider av några av de brister jag pekat på tidigare. Det tredje argumentet om irrationella förväntningar är svårare att förhålla sig till. Tror man på allvar att det är relevant, raseras samtidigt en stor del av grunden för den analys och de rekommendationer centralbanker idag bygger sin politik på.

"Irrationella förväntningar" skulle dock kunna vara grundade i bristande tillgång på information. Det kan därför inte uteslutas att centralbanker genom att peka ut potentiella problem med en hög skuldsättning kan bidra till eftertanke hos de aktörer som annars skulle ta på sig åtaganden som de inte skulle kunna möta när förutsättningarna ändras eller i banker som annars skulle ta på sig för höga kreditrisker. Att på detta sätt påverka beteenden genom att sprida information är en viktig tanke bakom Riksbankens rapporter om Finansiell stabilitet.

De som hävdar att osäkerheten är för stor för att via ränteförändringar dämpa en uppgång anser alltså att det är bättre att avvakta till dess en nedgång i tillgångspriserna kommer. Många har uppfattningen att det då är viktigt att agera kraftfullt för att därigenom förhindra en djup recession. Risken med ett sådant agerande är dock att man tar i för mycket och därmed fördröjer en nödvändig anpassning av balansräkningar och skuldsättning. Nya obalanser på andra marknader kan då uppstå och processen startar igen. När vändningen kommer nästa gång ökar risken för att nollräntegränsen snabbt nås.

**Avslutningsvis**

Min egen bedömning är att de samhällsekonomiska kostnaderna i form av kraftiga fluktuationer i efterfrågan i genomsnitt troligen blir högre om centralbanken inte väger in tillgångspriser och kreditexpansion i sina beslut. Ett skäl till det är kostnaderna förknippade med att nollräntegränsen nås. Besluten måste dock grundas på en analys som tar tillvara de kunskaper vi trots allt har om tillgångsprisers och skuldsättningens betydelse i transmissionsmekanismen. Att fördjupa kunskapen på detta område är dock nödvändigt. Forskning om kreditcykler, riskbeteende och metodutveckling för att identifiera när tillgångsprisökningar och kreditexpansion kan bedömas öka risken för ett kraftigt produktionsfall måste intensifieras. Det finns kanske också anledning att med utgångspunkt från de insikter och de tekniker som vi idag har utvärdera och utveckla de teorier som de monetärt inriktade ekonomerna från t.ex. den österrikiska skolan hade.

Avslutningsvis vill jag därför ännu en gång peka på behovet av att öka kunskapen om hur pengar, krediter och tillgångspriser samverkar med den reala ekonomin. Vi har konstaterat att stabil inflation inte alltid automatiskt leder till stabila tillgångspriser och stabil kreditexpansion.

De regelverk som skapats de senaste tio åren är på många sätt mer robusta än de varit tidigare. De har syftat till att minska samhällsekonomiskt kostsamma fluktuationer i ekonomin. En inriktning mot prisstabilitet och fasta spelregler för den ekonomiska politiken ger möjlighet att utvärdera besluten och minskar risken för godtyckliga beslut.

- Men detta får inte hindra en diskussion om alternativa sätt att formulera beslutsregler som utan att minska förtroendet för inriktningen mot prisstabilitet också beaktar riskerna med överdriven kreditexpansion och tillgångpriser.

**LITTERATUR**


Bean, C. (2003), "Asset prices, financial imbalances and monetary policy: are inflation targets enough?", *BIS Working papers No. 140*

Berg, C., Hansen J. & Sellin, P (2004), "The financial accelerator and firms' investment behaviour", *Sveriges Riksbank Economic Review, 2*, forthcoming

Bernanke, B.,Gertler M. & S. Gilchrist (1996), "The Financial Accelerator and the Flight to Quality", *Review of Economics and Statistics*, 78, 1-15

Bernanke, B.,Gertler M. & S. Gilchrist (1999), "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", in *Handbook of Macroeconomics*, J. Taylor and M. Woodford editors, North-Holland

Borio, C. & P. Lowe (2002), "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", *BIS Working Papers No. 114*

Borio, C. & White,W (2004) "Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes", *BIS Working Papers No. 147*

Borio, C. & Filardo, A. , J (2004) "Back to the future? Assessing the deflation record", *BIS Working Papers No. 152*

Bradford De Long, J. ( 1991), "Liquidation Cycles and great Depression" *Harvard University and NBER*

Carling, K., Jacobson, T., Linde´, J., Roszbach, K. (2003), "Exploring relationships between the Macro Economy", *Sveriges Riksbank, Working papers*

De Grauwe, P. & Grimaldi, M. (2004) "Exchange Rate Puzzles: A Tale of Switching Attractors", *Sveriges Riksbank W P No 163*

Detken C & Smets: "Asset price booms and monetary policy. *Paper from Workshop on 11 December 2003 on "Asset prices and monetary policy", European Central Bank.*

Dillén, Hans & Peter Sellin (2003), "Financial bubbles and monetary policy", *Sveriges Riksbank Economic Review, 3, 43-68*

Eichengreen,B. & Mitchener, K. (2003), " The Great Depression as a credit boom gone wrong", *BIS Working papers No. 137*

Financial stability Report (2004:1), Sveriges Riksbank

Fisher, I. (1933), "The debt-deflation theory of great depressions", *Econometrica, 337:357*

Heikensten, L. & Vredin, A (2002), "The art of targeting inflation", *Sveriges Riksbank Economic Review*

llyns, C & Abdelha Senhadji (2002), " Lending Booms, Real Estate Bubbles and The Asian Crises" , *IMF Working Paper 02/20*

King, R.G. & R. Levine (1993), "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *Quarterly Journal of Economics, August, 108, 715-37*

Kiyotaki, N. & Moore, J. (1997), "Credit Cycles", *Journal of Political Economy, Vol. 105, 211-48*

Laidler, D (2003) "The price level, relative prices and economic stability: aspects of the interwar debate", *BIS Working Papers No. 136*

Lowe,P (2002) " Credit risk measurement and procyclicality", *BIS Working Papers No. 116*

Neiss, K ,S & Nelson, E (2001) " The real interest gap as an inflation indicator" *Bank of England WP*

Oppers, S, E (2002), "The Austrian Theory of Business Cycles: Old Lessons for Modern Economic Policy?", *IMF Working Papers 02/02*

Schumpeter, J.E. (1911), "A Theory of Economic Development" *Cambridge, MA: Harvard University Press*